

通用设备

天奇股份 (002009.SZ) / 16.48 元

汽车拆解行业龙头

独到见解:

公司布局汽车拆解行业, 抢占行业发展先机。目前行业集中度低下, 公司通过持续并购, 有望打造成汽车拆解行业龙头。

投资要点

1. 汽车拆解行业正处于行业爆发前夜, 市场空间接近千亿。

根据 10~15 年的汽车使用年限测算, 我国汽车报废量即将进入大规模上升周期。同时政策风向显示, 汽车拆解行业正处于爆发前夜, 未来市场空间接近千亿。受到地区从业资质限制, 目前汽车拆解行业小企业居多, 公司通过不断收购进军各地拆解市场, 是扩大规模的最好方式, 有望率先打造汽车拆解行业龙头。

2. 电商自动化仓储需求广阔, 公司自动化仓储设备持续发力。

公司立足服装、医药自动化仓储业务, 向冷链和电商物流领域开拓。电商行业目前尚处于网点布局阶段, 设备市场需求缺口巨大。公司通过与 Swisslog、中元、深基地等签订战略合作协议, 建立行业领先的技术优势。随着电商在全国仓库布局的持续进行, 公司自动化仓储物流有望获得持续突破。

3. 汽车自动化物流设备订单稳步增长。

我国每年新增机动车产能在 200 万辆左右, 汽车业固定资产投资超过 1400 亿元。汽车自动化物流设备是公司收入的主要贡献力量之一。年初至今, 公司已累计收到汽车自动化物流设备订单 7.08 亿元, 考虑到 14 年底仍有 6.6 亿在手订单, 汽车自动化物流设备有望保持稳定增长。

4. 风电布局进入业绩兑现阶段, 业绩扭亏为盈。

公司风电业务由市场开拓阶段进入业绩兑现阶段。2015 年上半年, 该项业务成功扭亏为盈, 各子公司实现收入合计 4.27 亿元, 考虑到各子公司的关联交易, 风电业务共实现营业收入 3.25 万元, 各子公司实现净利润合计 1742 万元, 业绩成功扭亏为盈。

5. 盈利预测

我们预计公司 15-17 年净利润分别为 1.47、1.94、2.32 亿元, 对应 EPS 0.48、0.63、0.75 元, 对应 PE 分别为 34、26、22 倍, 给予推荐评级。

风险提示

电商自动化仓储市场开拓不及预期;
汽车五大总成再制造环节开放程度不及预期。

主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万)	1781	2152	2427	2762
同比增速(%)	1.96	20.84	12.76	13.79
净利润(百万)	93	147	194	232
同比增速(%)	156.26	58.34	31.44	19.79
每股盈利(元)	0.30	0.48	0.63	0.75
市盈率(倍)	55.29	34.26	26.28	22.03

证券分析师: 李佳
执业编号: S0360514110001
Email: lijia@hcyjs.com
证券分析师: 何思源
Email: hesiyuan@hcyjs.com
研究助理: 鲁佩
Email: lupei@hcyjs.com

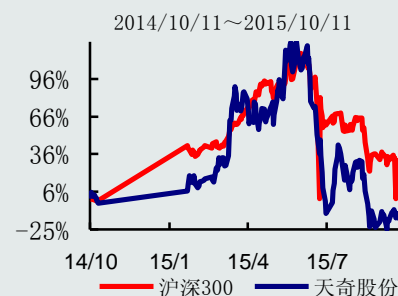
投资评级

投资评级: 推荐
评级变动: 维持

公司基本数据

总股本(万股)	32101
流通 A 股/B 股(万股)	25991/0
资产负债率(%)	57.90
每股净资产(元)	4.86
市盈率(倍)	34
市净率(倍)	3.39
12 个月内最高/最低价	40.17/12.25

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

目 录

一、公司概况.....	5
二、布局汽车拆解产业链，徜徉千亿新蓝海.....	6
（一）政策护航我国汽车拆解产业发展.....	6
（二）汽车报废量进入上升周期.....	7
1. 我国汽车报废率相比世界平均水平有巨大提升空间.....	7
2. 我国即将进入新一轮汽车报废周期.....	9
（三）五大总成交易试点推行，行业盈利空间有望提升.....	11
（四）汽车拆解市场空间可达千亿.....	14
（五）多点布局，公司打造汽车拆解行业龙头.....	15
三、联手外资品牌，进军电商自动化仓储领域.....	16
（一）自动化仓储是仓储业发展的必然方向.....	16
（二）自动化升级换代将是我国制造业长期发展趋势.....	18
（三）电商自动化仓储设备短期爆发.....	19
1. 电商物流是自动化仓库设备的重要新兴市场。.....	20
2. 各大电商物流网络布局战略出台.....	21
（四）公司联手外资品牌，进军电商自动化仓储市场.....	23
1. 电商自动化仓储设备年需求量有望超过百亿.....	23
2. 公司联手外资品牌，进军电商自动化仓储市场.....	24
四、汽车自动化物流业务稳定增长.....	25
五、业绩逐步兑现，风电业务扭亏为盈.....	28
六、盈利预测与估值分析.....	29

图表目录

图表 1.	公司上市以来收入快速增长.....	5
图表 2.	2014 年各细分业务收入占比.....	5
图表 3.	公司历年毛利率净利率水平.....	5
图表 4.	2014 年各细分业务毛利润贡献.....	5
图表 5.	我国汽车回收拆解行业尚处于发展早期阶段.....	6
图表 6.	全球汽车年销量超过 8800 万辆.....	8
图表 7.	全球汽车保有量稳步增长.....	8
图表 8.	发达国家是主要汽车报废市场.....	8
图表 9.	美国汽车报废率在 4.8% 左右.....	8
图表 10.	我国汽车年销量达到 2372 万辆.....	9
图表 11.	我国汽车保有量超过 1.63 亿辆.....	9
图表 12.	2009 年我国各类型汽车回收量.....	9
图表 13.	我国即将进入大规模汽车回收报废周期.....	9
图表 14.	2013 年我国民用汽车拥有量前十名.....	10
图表 15.	2014 年重点省份黄标车淘汰任务.....	11
图表 16.	废旧汽车拆解材料构成.....	12
图表 17.	一辆 1.2 吨报废汽车价值测算.....	12
图表 18.	正规渠道报废车辆约占 20%.....	13
图表 19.	汽车拆解市场空间测算.....	14
图表 20.	我国汽车拆解市场格局分散.....	15
图表 21.	2014 年我国汽车拆解企业前十名.....	16
图表 22.	自动化立体仓库效果图.....	17
图表 23.	仓储业固定资产投资达到 5159 亿元.....	18
图表 24.	我国年新增自动化立体仓库超过 300 座.....	18
图表 25.	我国仓储成本在 GDP 中占比仍有提升空间.....	18
图表 26.	自动化仓储主要应用领域分布.....	19
图表 27.	我国仓库自动化率有较大提升空间.....	19
图表 28.	我国网络购物交易额将达到 7.3 万亿元.....	20
图表 29.	我国网购渗透率超过 10%.....	20
图表 30.	2014 年中国 B2C 购物网站交易规模市场份额.....	20
图表 31.	淘宝、天猫商城近两年网购成交额.....	21
图表 32.	京东网购成交额.....	22
图表 33.	京东上海嘉定“亚洲一号”外观.....	23
图表 34.	电商领域自动化仓储设备市场空间测算.....	23
图表 35.	根据 Modern Material Handling 杂志评选的全球物流系统供应商 TOP10.....	24
图表 36.	公司自动化仓储业务年收入.....	24
图表 37.	自动化仓储业务在最近一期收入占比.....	24
图表 38.	我国汽车销量逐年增长.....	25
图表 39.	各类型汽车年新增产能.....	26
图表 40.	汽车业固定资产投资成上涨趋势.....	26
图表 41.	公司汽车自动化物流系统收入.....	27
图表 42.	公司 2015 年至今收到订单情况.....	27
图表 43.	2015 年自动化设备收入有望超过 7.6 亿元。.....	28

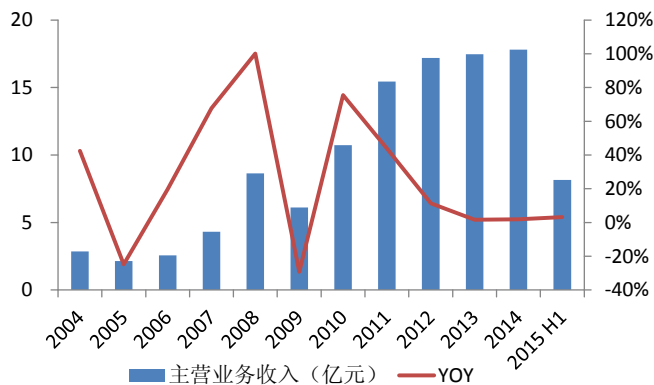
图表 44.	风电结构件产品历年收入	28
图表 45.	复合材料产品历年收入	28
图表 46.	各子公司上半年业绩情况	28
图表 47.	公司分业务收入情况	29
图表 48.	公司利润表预测	29

一、公司概况

公司成立于1984年，总部位于江苏无锡，是国内物流自动化设备的知名企业。公司主营业务包括汽车物流自动化设备、自动化分拣与仓储设备、风电业务，以及正在布局的汽车拆解业务。

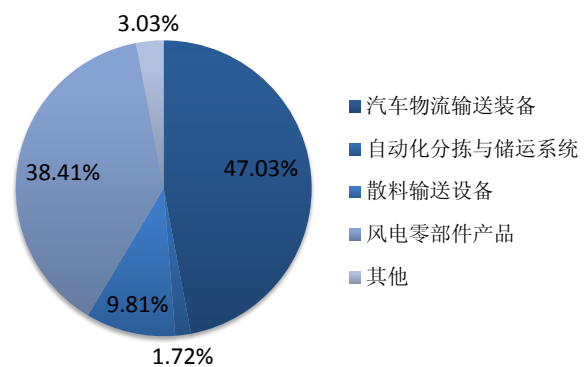
公司主要产品包括汽车总装物流自动化系统、汽车焊装物流自动化系统、车身储存物流自动化系统、汽车涂装物流自动化系统、机场物流自动化系统、自动化立体仓库系统，散料输送设备、风力发电设备的风叶、塔桶等。产品主要应用于汽车、家电、机场、机床、内燃机、冶金、化工、煤炭、码头、造纸、食品、能源等十多个行业。2004至2014年，公司主营业务收入从2.85亿元上升至17.81亿，年复合增长率达到20.10%。

图表1. 公司上市以来收入快速增长



资料来源: wind、华创证券整理

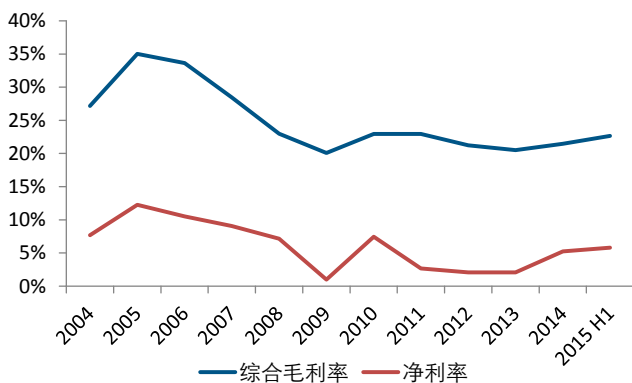
图表2. 2014年各细分业务收入占比



资料来源: wind、华创证券整理

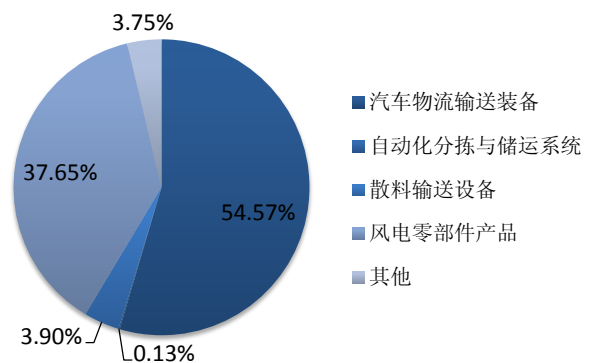
2015年上半年，公司综合毛利率水平在22.64%左右，净利率达到5.8%，近两年及一期呈现上升趋势。

图表3. 公司历年毛利率净利率水平



资料来源: wind、华创证券整理

图表4. 2014年各细分业务毛利润贡献



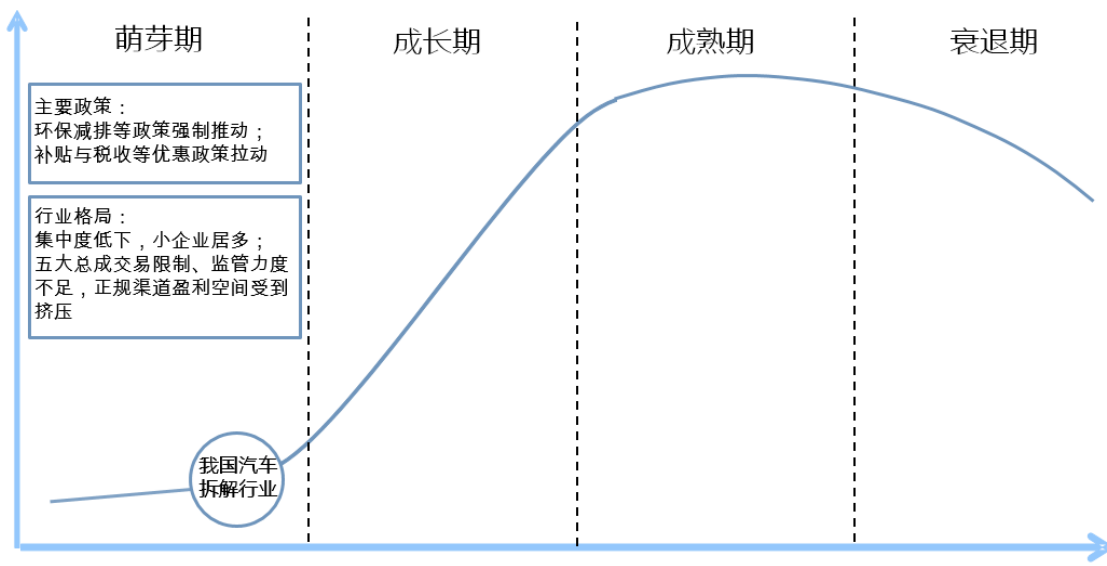
资料来源: wind、华创证券整理

目前公司汽车自动化系统业务订单充裕稳定，风电业务已逐步扭亏为盈。公司正积极拓展电商自动化仓储市场和汽车拆解市场。其中，自动化仓储在电商的带动下快速发展；汽车拆解行业目前尚处于起步阶段。这两块业务的开展将成为公司未来的主要看点。

二、布局汽车拆解产业链，徜徉千亿新蓝海

汽车拆解行业是循环产业的一种，在汽车保有量趋于饱满的情况下，发展汽车拆解行业是每一个国家的必然选择。我国汽车拆解行业尚处于发展早期阶段。随着汽车报废辆进入上升周期和产业政策的影响，我国汽车拆解行业即将步入一个快速发展阶段。在当前的环境下，行业小企业居多，格局分散，给具备一定资金、资源优势的大企业进行跨区域并购，扩大规模，抢占市场创造了非常好的机会。

图表5. 我国汽车回收拆解行业尚处于发展早期阶段



资料来源：华创证券整理

（一）政策护航我国汽车拆解产业发展

政策对汽车拆解行业发展发挥着至关重要的作用。从发达国家经验来看，在行业发展的早期阶段，通过政策法规，建立一个可持续、良性的行业运行机制，是汽车拆解行业走向成熟的必经之路。

- 美国——通过制定检测标准和年保险费用机制促进老旧车辆自动走上报废流程。
 - 美国是目前世界上汽车拆解行业发展最成熟的市场。全美目前有超过 12000 家报废汽车拆解企业和大约 200 家汽车破碎企业。每年可回收汽车 1200 万辆。通过回收汽车获得的钢材达到 1600 万吨，铝材 85 万吨，以及各种废旧金属、轮胎、零部件等等。每年报废汽车回收行业可获利数十亿美元。
 - 在美国，围绕汽车的流通、报废、及回收管理的政策法规包括交通部的车辆召回法、商业部的汽车保用法、能源部的平均油耗法、环保部的尾气排放法等。政策法规由行业协会负责协助政府制定完成。
 - 报废汽车环节并不享有特殊津贴，企业在法律政策框架内自主经营。以加州为例，法律规定新车上牌使用两年后每年年检一次，只要符合性能安全和尾气排放要求就可以无限期使用，但是监测标准和年保险费用将随车辆使用年限的延长而增加，因此大部分汽车在使用后会自然走上报废流程，根据法律要求报废。
- 德国——强制措施与鼓励政策并行，促进汽车拆解行业可持续发展。
 - 德国汽车拆解行业同样已经进入成熟阶段。从 1972 年至今，德国陆续颁布了《废物处理法》、《废物限制与废物处理法》、《限制报废车条例》、《循环经济和废物管理

法》、《旧车回收法》等法律条例，规范报废汽车回收行业的发展

- 德国基本形成了对汽车制造商、回收拆解商的强制性政策、和对消费者的补贴政策并行的汽车报废回收机制。德国在 1992 年的《限制车辆报废条例》中明确规定汽车制造商有义务回收报废车辆。此外，还对汽车拆解企业对报废汽车的处理、零件的再利用、对环境的影响等方面做出了明确规定，符合条件的企业方可获得汽车拆解资质。此外，德国还通过建立补贴政策，鼓励消费者报废老旧车辆，购买新车。2009 年 1 月 14 日以后，想要购买新车的消费者只要将自己已经行驶 9 年的汽车纳入报废环节，就可以在购买新车时拿到相应的购车补贴，最高抵扣金额达到 2500 欧元。

我国制定多项政策法规，促进达到法定报废年限的车辆及时进入报废流程。

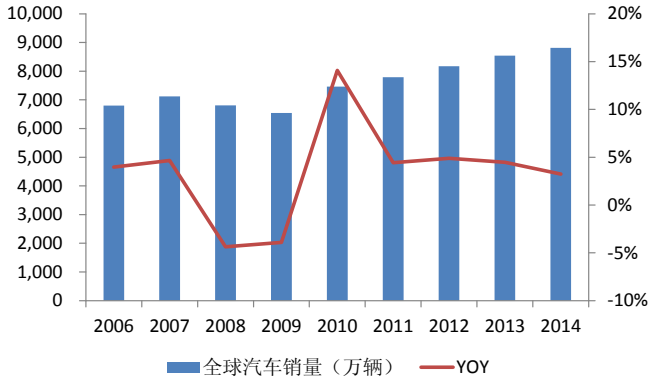
- 2001 年 6 月 13 日，我国颁布《报废汽车回收管理办法》，鼓励达到报废标准的车辆进入报废流程。同年《报废汽车回收企业总量控制方案》出台，对全国范围内汽车拆解企业总量的控制:原则上每个地级市设置 1 家回收企业，直辖市 2~4 家，计划单列市及省会城市 1~2 家。通过控制汽车拆解企业总量，促进汽车拆解行业良性发展。
- 2006 年 2 月 6 日，我国发布《汽车产品回收利用技术政策》，在设计和生产环节，对车辆的可拆和易拆解性提出了要求，提高废旧汽车材料的在利用率。力求在 2017 年起，所有国产及进口车的可回收利用率达到 95%以上，其中材料的在利用率不低于 85%。2008 年，我国再次提出《报废汽车回收拆解企业技术规范》，对从事汽车拆解业务的企业的场地、设施、操作规范等提出了要求。
- 2009 年 7 月 28 日，商务部联合财政部发布《关于开展汽车回收拆解企业升级改造示范工程试点的通知》。通过财政支持的方式，在试点省（区、市）内开展报废汽车回收拆解企业升级改造。引导试点企业进行以清洁环境、安全生产、节约资源、推进技术进步和现代化管理为重点的技术改造，提高行业整体水平。
- 此外，自 2008 年国家发改委发布《汽车零部件再制造试点管理办法》以来，我国逐步开放汽车零部件再制造环节，多批汽车零部件再制造试点企业获得批复，汽车零部件再制造试点范围从发动机、变速器等产品再制造，增加到传动轴、机油泵、水泵、助力泵等部件。随着零部件再制造环节的逐步开放，我国汽车拆解行业的产值将成倍增长。

（二）汽车报废量进入上升周期

1. 我国汽车报废率相比世界平均水平有巨大提升空间

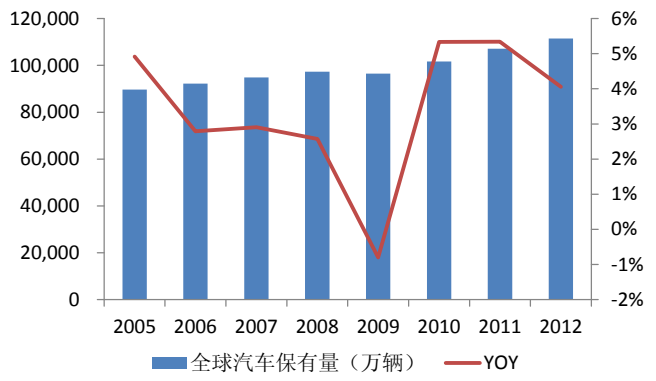
- 发达国家汽车拆解市场已经比较成熟。根据发达国家经验来看，成熟市场汽车报废率在 5%左右。
- 2014 年，全球汽车年销量水平达到 8800 万辆，汽车保有量超过 11 亿辆。庞大的汽车存量为汽车回收报废拆解市场带来了非常好的机会。截至 2013 年，全球汽车年报废量超过 6000 万辆，报废率达到 5%。

图表6. 全球汽车年销量超过 8800 万辆



资料来源: wind、华创证券整理

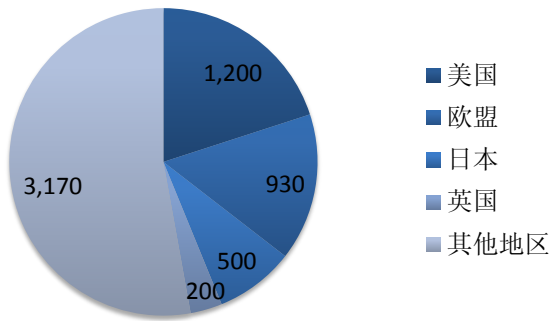
图表7. 全球汽车保有量稳步增长



资料来源: wind、华创证券整理

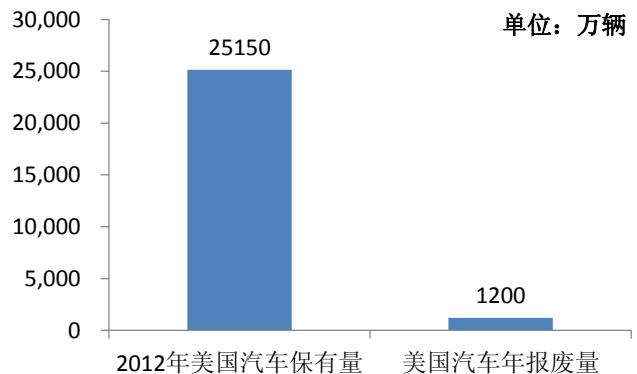
- 发达国家人均汽车保有量高，环保政策严格、回收处理技术先进等因素促进，是汽车报废拆解的主要市场。在每年超过 6000 万辆的报废汽车中，1200 万辆来自于美国，930 万辆来自欧盟地区，500 万辆来自日本，200 万辆来自英国。
- 以美国汽车回收拆解市场为例。目前美国拥有 2 万家报废汽车拆解企业，2 万家零部件再造企业，200 家报废汽车粉碎企业。75% 的报废汽车材料能够实现回收利用，行业已经发展进入成熟阶段。我们假设美国机动车保有量已经无明显变化，根据 2012 年美国的机动车保有量测算，美国汽车报废率在 4.8% 左右。

图表8. 发达国家是主要汽车报废市场



资料来源: 华创证券整理

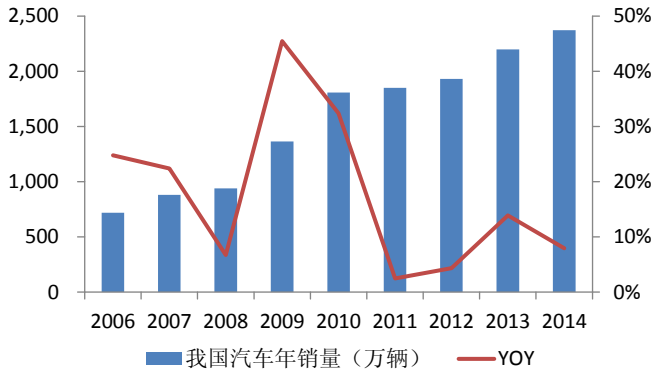
图表9. 美国汽车报废率在 4.8% 左右



资料来源: 华创证券整理

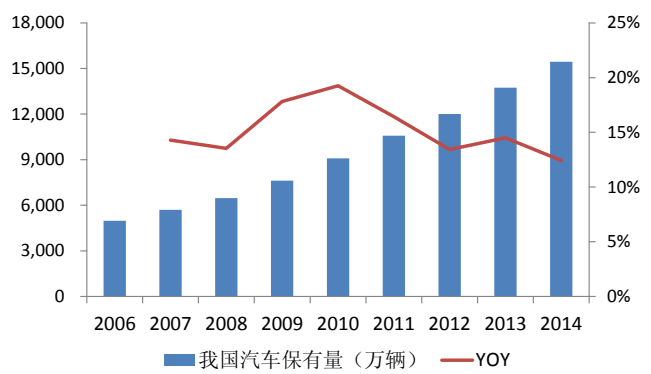
- 与发达国家相比，我国汽车回收报废量常年处于较低水平。汽车拆解行业尚处于起步发展阶段，报废汽车拆解量提升空间高。
- 2014 年，我国汽车年销量达到 2372 万辆，年销量增长率 7.91%。截至 2015 年 6 月份，我国汽车保有量已达到 1.63 亿辆，超过美国成为世界汽车保有量第一大国。

图表10. 我国汽车年销量达到 2372 万辆



资料来源: wind、华创证券整理

图表11. 我国汽车保有量超过 1.63 亿辆



资料来源: wind、华创证券整理

- 与快速增长的汽车年销量相对应,我国汽车年报废量始终维持在 100 万左右的较低水平,近十年未有明显增长。以 2009 年为例,我国全社会共回收车辆 88.45 万辆。其中,轿车、客车、载货车回收量分别达到 10.20、15.05、12.52 万辆。大部分回收车辆为摩托车,共计回收 44.44 万辆。

图表12. 2009 年我国各类型汽车回收量

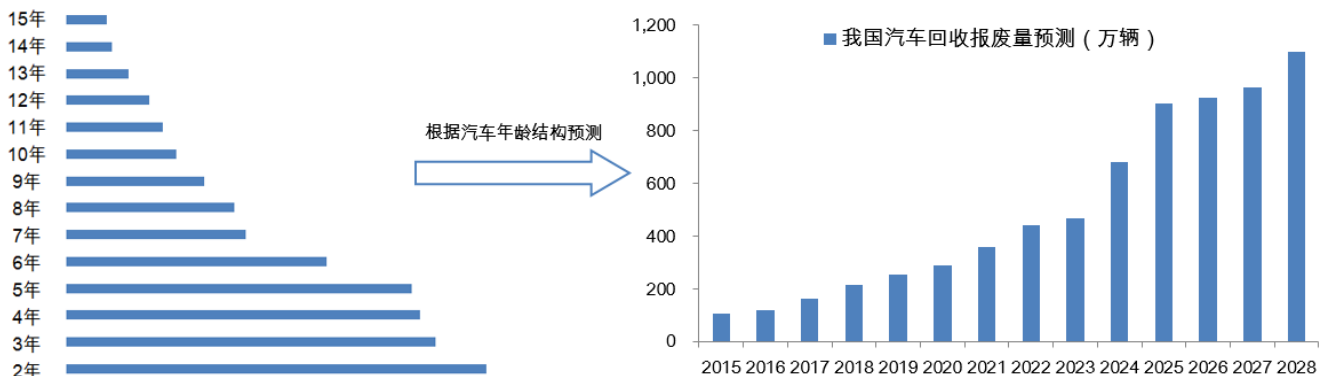
回收量 (万辆)	轿车	客车	载货车	专用作业车	三轮、低速货车	摩托车	合计
2009	10.20	15.05	12.52	0.77	2.47	44.44	85.45

资料来源: wind、华创证券整理

2. 我国即将进入新一轮汽车报废周期

- 我们判断,汽车回收报废量维持低位的重要原因之一是大部分汽车尚没有到达法定报废年限。
- 我国汽车产业高速发展期主要集中在 2000 年以后。2000 年至 2014 年,我国共销售汽车 1.63 亿辆,汽车年销量从 209 万辆上升至 2372 万辆。
- 根据我国 2013 年颁布的《机动车强制报废标准规定》,我国载客、载货汽车使用年限一般为 10~15 年,私家车依照行驶里程标准,行驶超过 60 万公里后引导报废的标准测算,2015 年开始,我国汽车回收报废规模将逐步扩大。假设到达法定报废年限后的车辆中,按规定报废车辆的占比仅有 50%的情况下,汽车回收报废量相比现有水平同样将有大规模的提升。

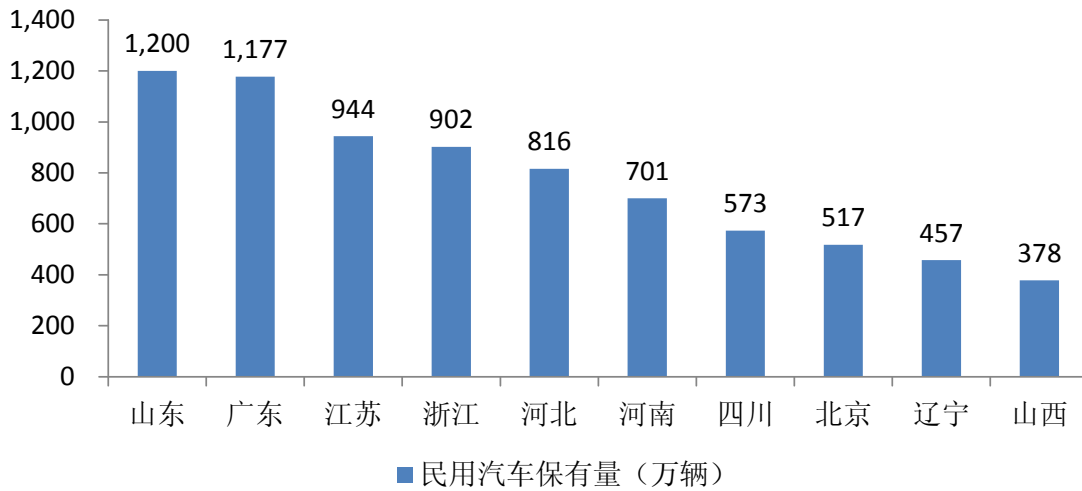
图表13. 我国即将进入大规模汽车回收报废周期



资料来源: wind、华创证券

- 从地区保有量地区分布来看，沿海地区汽车保有量占比明显高于全国其它地区，山东、广东、河北、江苏、浙江、河北等作为汽车保有量大省，将作为汽车回收报废的主要贡献区。

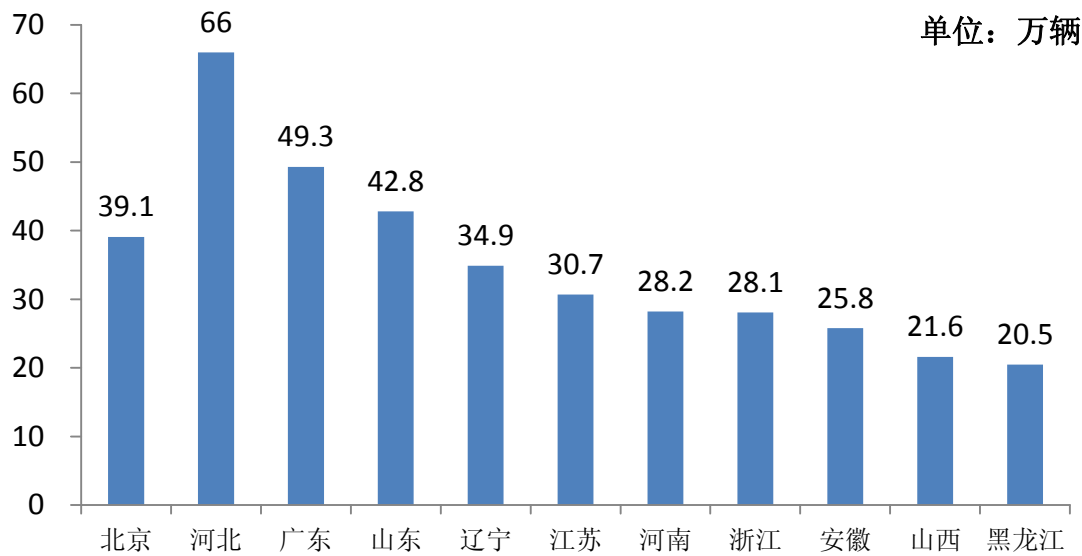
图表14. 2013年我国民用汽车拥有量前十名



资料来源: wind、华创证券整理

- **黄标车淘汰推动车辆报废进入加速期。**2014年5月15日，国务院办公厅印发《2014-2015年节能减排低碳发展行动方案》，对全国31个省份（区、市）提出了黄标车及老旧车的具体淘汰任务。各地政府通过发布补贴政策，积极配合完成黄标车淘汰。
 - 我国将新车定放标准的柴油车统称为黄型时排放水平低于国I排放标准的汽油车和国III排标准的统称为黄标车。这类车由于尾气排放控制技术落后，排放量相当于新车的5~10倍，核发黄色环保检验合格标志。黄标车及老旧汽车尾气排放已经成为大气污染最主要的来源之一，因此受到优先管控和淘汰。
 - 2013年底，我国共有黄标车1300万辆。根据制定的黄标车淘汰计划，2014年共计淘汰黄标车及老旧车600万辆。其中，仅京津冀、长三角、珠三角地区的淘汰任务达到243万辆，占到淘汰任务的40.5%。其余地区淘汰任务357万辆，占比59.5%。河北、广东、山东、北京、江苏、浙江分别需要淘汰黄标车66万、49万、43万、39万、31万、28万辆，是黄标车淘汰重点区域。2015年底前，2005年底前注册营运的黄标车将基本淘汰；2017年底前，全国范围内的黄标车基本淘汰。

图表15. 2014年重点省份黄标车淘汰任务



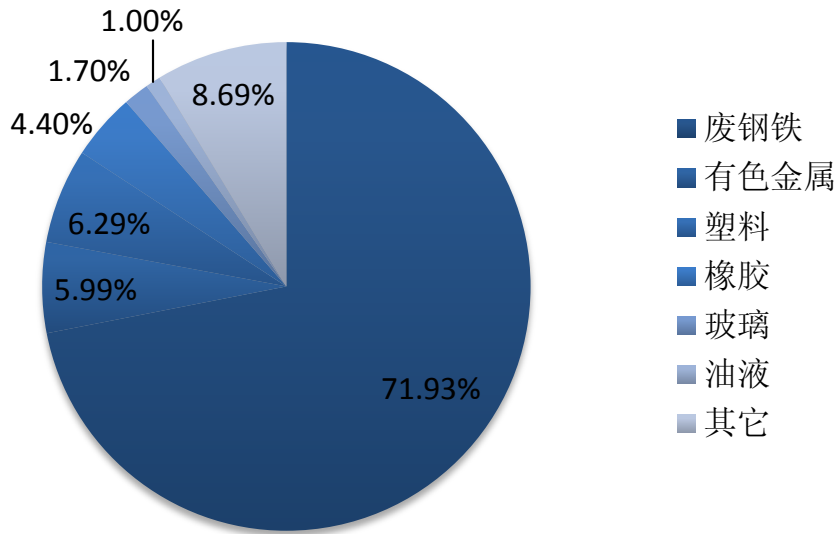
资料来源：华创证券整理

- 同时，为推动各地深入完成黄标车淘汰任务，自2015年下半年开始，环境保护部实行黄标车淘汰工作月调度制度，每月通报各地淘汰任务进展。数据显示，2015年1-8月，全国各省市累计共淘汰2005年底前注册的黄标车69.55万辆，占淘汰任务的59.73%。天津、云南、新疆、黑龙江、广西、广东、四川、吉林、辽宁、重庆等省份已经完成任务总量的70%以上；仍有湖南、内蒙古、山东、甘肃、湖北、河南、贵州、青海、海南、江西、山西、福建、陕西等13个省份进展较缓慢，淘汰完成比例低于50%。
- 根据根据2013年底我国黄标车保有量和国务院下发的《2014-2015年节能减排低碳发展行动方案》测算，2015、16、17年，我国仍有700万辆左右黄标车需要淘汰。

（三）五大总成交易试点推行，行业盈利空间有望提升

- 从全球市场经验来看，报废汽车回收后的用途主要分为两大类。第一大类是拆解后的材料回收再利用，包括废旧钢铁、有色金属、玻璃、工程塑料、皮革、以及各种电子部件等，经过处理后可以作为材料重新流入使用。第二大类是汽车零部件的再制造，经过特殊处理后，部分达到一定标准的零部件可以流通到汽车后市场，进行再制造。
 - “再制造”是指把废旧产品恢复到和原产品具有一样的技术性能和产品质量的生产工艺流程。汽车零部件的再制造是汽车工业发展的需求，可以充分利用废旧产品中蕴含的再生资源。

图表16. 废旧汽车拆解材料构成



资料来源：华创证券整理

- 相比之下，报废汽车进入到零部件再制造环节的价值要远远超过经破碎后作为材料重新利用创造的价值。以一辆 1.2t 重的报废汽车为例，若全部作为废旧材料处理，价格在 2000~3000 元左右，若拆解下的零部件进入再制造环节流通，则估算价值可达 2 万元左右，是作为材料回收再利用价值的 6~7 倍。

图表17. 一辆 1.2 吨报废汽车价值测算

材料	重量 (吨)	价格 (元/吨)	价值 (元)	零部件
废钢铁	0.86	2000	1728	发动机
有色金属	0.07	3600	259	方向机
塑料	0.08	2500	189	变速箱
橡胶	0.05	500	26	前后桥
玻璃	0.02	200	4	车架
油液	0.01			其他零部件
其它	0.10			根据厂家、型号不同，总计
合计	1.20		2207	在 20000 元左右。

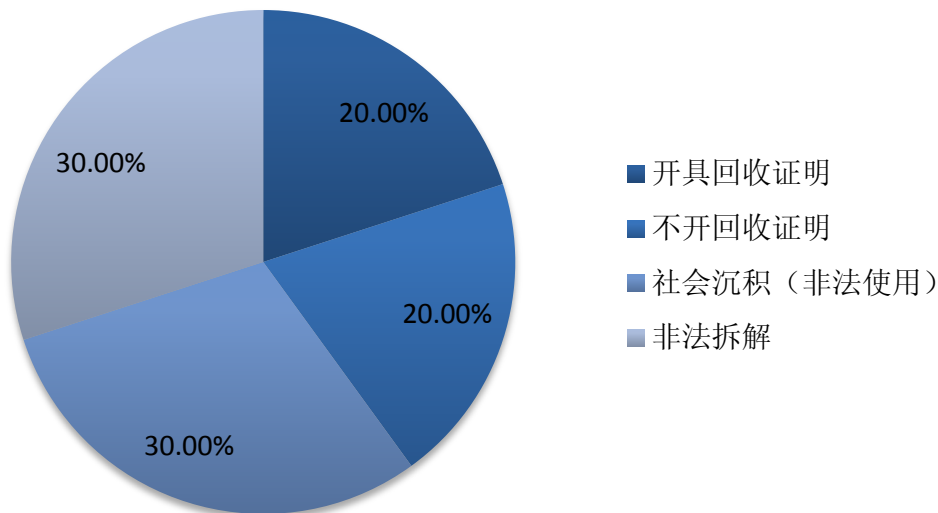
资料来源：华创证券整理

- 以美国为例，发达国家汽车回收拆解市场大部分利润来自于零部件再制造环节，汽车可用零部件的再制造利用率达到了 35% 之高。
 - 根据《美国报废汽车回收利用指南》，美国汽车后市场中再生零部件的使用比例已经达到 50% 以上。其中，发动机等关键部件的循环使用比例已经超过 60%。
 - 2013 年，美国的汽车拆解行业整体规模达到 700 亿美元，占全美循环经济产业产值的三分之一。
- 相比之下，受政策影响我国汽车可用零部件的再制造利用率较低，大部分汽车拆解后被作为废旧金属材料销售，因此汽车拆解企业利润率低下。
 - 2001 年，国务院发布《报废汽车回收管理办法》，规定包括发动机、方向机、变速

箱、前后桥、车架在内的汽车五大总成不能流入正规再制造渠道。受此影响，我国正规渠道汽车拆解企业盈利空间受到了极大的压缩。

- 相比正规汽车拆解企业，人工作坊、“黑市”更容易逃脱政策的监管，通过二手零部件非法交易，创造超额收益。在上游端，人工作坊和黑市同样通过抬高报废汽车回收价格，笼络更多的报废汽车资源，从而抢占了大量的报废汽车处理市场份额。目前我国报废汽车市场中，只有 20% 的报废汽车有正规回收企业渠道处理，正规渠道企业的上游资源受到了极大的挤压。

图表18. 正规渠道报废车辆约占 20%



资料来源：中国物资再生协会，华创证券整理

- 未来五大总成零部件的再制造有望开放。随着国家低资源循环再利用的逐步重视，汽车零部件再利用政策逐步得到了开放。可以看出，我国正颁布政策进行这一方面的探索。
- 2008 年，国家发改委发布《汽车零部件再制造试点管理办法》。《办法》确定了首批 14 家汽车零部件再制造试点企业，指出试点企业将在全国范围内率先实行废旧汽车零部件的再生制造。此外政府将加快制定鼓励零部件再制造产业发展的财税政策，调整有关产业政策，支持和引导汽车零部件再制造产业良性发展。
- 2010 年，法制办发布《报废机动车回收拆解管理条例（征求意见稿）》，就解除“五大总成”再制造限制征求意见。意见稿指出：“对拆解的发动机、方向机、变速器、前后桥、车架等机动车总成以及其他零部件，依照国家有关规定能够用于再制造的，应当交售给再制造企业；不能用于再制造的，应当交售给冶金企业作为冶炼原料。拆解的零配件能够继续使用的，可以出售，但应当标明“报废机动车回用件”和回收拆解企业名称。”
- 2011 年，发改委扩大汽车零部件再制造产品范围，汽车零部件再制造试点范围从原来的发动机、变速器等产品再制造，增加到传动轴、机油泵、水泵、助力泵等部件。
- 2013 年，第二批再制造试点企业确定，包括长城汽车股份有限公司在内的 28 家企业被确定为汽车零部件再制造试点企业。
- 我们预计，五大总成的再制造将成为行业发展的必然趋势，随着五大总成再制造环节的

开放，汽车拆解产业的市场空间将成倍提升，黑市、人工作坊通过逃脱行业监管制造的优势将不复存在，正规渠道在报废汽车来源和单车盈利空间上都将大幅提升。此外由于正规渠道规模效应和自动化水平更强，汽车拆解的平均更低，相比人工作坊将更有优势，有望获得极大发展空间。

（四）汽车拆解市场空间可达千亿

➤ 我们假设：

- 报废车使用年限在 10~15 年时间，自 2001 年开始每年销售的车辆中，50% 使用 10 年后报废，20% 使用 11 年报废，10% 使用 12 年报废，10% 使用 13 年报废，5% 使用 14 年报废，5% 使用 15 年报废（包括黄标车在内），以此预测 15 年以后每年的汽车报废量；
- 汽车拆解产业市场监管力度逐步加强。从 2015 年至 2024 年，经过正规渠道报废的汽车比例从 20% 逐步提升至 60%；
- 零部件再制造环节逐步开放。报废汽车的单车产值从 2015 年的 2000 元左右提升至 2024 年的 8000 元。
- 我们预计，到 2024 年，我国汽车拆解产业的年产值将达到 961 亿元。

图表19. 汽车拆解市场空间测算

年份	当年机动车销量 (万辆)	年份	预计当年淘汰量 (万辆)	正规渠道流通率	报废车辆单车产值 (元)	汽车拆解产业总产值 (亿元)
2000	209					
2001	236					
2002	324					
2003	433					
2004	506					
2005	576	2015	460	20.0%	2000	18
2006	718	2016	563	22.5%	2000	25
2007	879	2017	688	25.0%	2500	43
2008	938	2018	771	27.5%	2500	53
2009	1364	2019	1022	30.0%	3000	92
2010	1806	2020	1350	35.0%	3000	142
2011	1851	2021	1514	40.0%	4000	242
2012	1931	2022	1631	45.0%	5000	367
2013	2198	2023	1829	50.0%	7000	640
2014	2372	2024	2002	60.0%	8000	961

资料来源：华创证券整理

- 目前汽车拆解市场格局分散，小企业居多。根据 2001 年国务院颁布《报废汽车回收企业总量控制方案》，为促进汽车回收拆解产业良性发展，我国严格控制各地汽车回收拆解企业数量。每个地级市设置 1 家回收企业，直辖市 2~4 家，计划单列市及省会城市 1~2 家。获得汽车拆解资质的企业方可从事汽车拆解业务。
- 2013 年，我国共有汽车拆解企业超过 500 家。其中年拆解量超过万辆的约占总量的 2%，拆解量在 3000~10000 的企业约占行业总量的 8%，行业总量 91% 的拆解企业年度拆解规模在 3000 辆以下。

- 从 2011 年到 2013 年，排名前 50 名企业的市场占有率从 37% 上升到 49%，行业集中度逐步提升。

图表20. 我国汽车拆解市场格局分散

年份	总数	前 50 名企业市场占有率	小于 1000 辆	1000~3000 辆	3000~5000 辆	5000~1 万辆	1 万辆以上
2011	511	31%					
2012	522	47%	70%	24%	3%	3%	1%
2013	544	49%	62%	29%	3%	4%	2%

资料来源：中国物资再生协会、华创证券整理

我们认为，地区从业资质限制给汽车拆解企业的跨区域经营带来了很大的进入壁垒，因此兼并收购是企业扩大规模的最好方式。目前行业尚处于起步阶段，企业业务尚未成熟，规模仍旧较小，为大企业通过兼并收购跨区域发展创造了非常有利的时机。

（五）多点布局，公司打造汽车拆解行业龙头

- 公司与德国 ALBA 公司合作，共同进军汽车拆解产业。2014 年至今，公司相继收购苏州再生、吉林白城东利、宁波回收，布局苏州、白城、宁波的汽车回收拆解市场。此外，公司收购力帝集团、北京永正嘉盈，进军汽车拆解、破碎设备的制造和二手车零部件交易环节。
 - **与德国 ALBA 公司合作，进军汽车拆解领域。**2013 年 4 月，公司与 ALBA 签订合作协议。ALBA 是欧洲第二、德国最大的循环回收企业，在资源再生领域拥有超过 40 年行业经验。2013 年 12 月，ALBA 旗下子公司、瑞富投资共同增资公司子公司安徽欧保天奇再生资源科技有限公司，建设每年 10 万辆的汽车拆解规模。
 - **收购苏州再生公司，开拓全国汽车拆解网络布局。**2014 年 6 月，公司以自有资金收购苏州再生公司 70% 股权。苏州再生公司主营回收、加工、废旧金属、各种机械附属设备，回收拆解报废汽车等业务。苏州再生旗下子公司拥有苏州市当地唯一汽车拆解企业资质。此外，公司还获得了江苏省区域性报废汽车破碎示范中心的项目建设和未来经营权，项目投资 1.36 亿元，预计 2016 年投产，项目建成后，每年将给公司新增一万辆报废汽车回收拆解产能。
 - **增资控股吉林白城东利再生。**2015 年 1 月，公司全资子公司吉林天奇注资吉林白城东利物资再生利用有限公司。白城东利主营业务为废旧金属回收、报废汽车回收拆解、机动车修理等业务，是白城地区唯一一家具备报废汽车回收拆解资质的企业。此次收购完成后，公司将打造在东北的废旧汽车回收拆解基地，使白城地区的报废汽车绿色拆解与回收集中处理达到国内一流水平。
 - **收购宁波废旧汽车回收有限公司，布局宁波汽车回收市场。**2015 年 7 月，公司通过非公开增发和员工持股计划募集资金 1.3 亿元，收购宁波回收 66.5% 股权。宁波回收是目前宁波市唯一一家拥有报废汽车回收（拆解）资质的企业，拥有行业准入资格优势。2015 年 5 月，宁波回收总资产达到 1.1 亿元，2014 年，全年实现净利润 1119 万元。2013 年宁波回收申请 2 万辆/年的报废汽车拆解能力，目前项目已基本完成，并已投入试生产。
 - **收购力帝集团，汽车拆解、破碎设备制造能力。**2015 年 7 月，公司通过发行股份的方式收购天奇股份旗下力帝集团 100% 股权。
 - ◆ 力帝集团总资产 3.38 亿元。2014 年，集团共实现营业收入 6306 万元，实现归母净利润 1134 万元。旗下拥有 1 家全资子公司无锡帝格曼，2 家控股子公司力帝股份和力帝机械，以及 1 家参股公司浦发机械。力帝集团主要从事股权投资业务，实际经营业务主要有下属两家控股子公司力帝股份和力帝机械进行。
 - ◆ 力帝股份为力帝集团从事再生资源加工设备的研发、生产和销售。产品主要为

金属打包设备、金属剪切设备、废钢破碎生产线等。产品主要应用于废钢回收、加工、报废汽车拆解、金属分选等环节。2014 年全年实现营业收入 1.59 亿元，实现净利润 4148 万元。

- ◆ 力帝机械主要生产带式输送机产品、螺旋输送机、斗式提升机及金属结构件产品，主要为力帝股份提供产品所需的专用零部件。
- ◆ 双方签订业绩补偿协议，力帝集团 15、16、17 年的扣费经常性损益后归属母公司净利润将分别不低于 4000 万元、4700 万元、5400 万元。

- **收购北京永正嘉盈，向汽车拆解全产业链延伸。**永正嘉盈是国内专注于循环经济产业和互联网经济的知识型企业，目前运营两大平台，分别为中国资源再生交易网和中国机动车二手零部件交易网。收购完成后，公司在汽车回收拆解领域产业链将进一步完善，全产业链能力加强。未来随汽车拆解行业的逐步成长，公司业绩有望大幅增长。

- 目前我国汽车拆解行业中并没有拆借业务跨区域的龙头企业出现。上市公司中，格林美同样处于汽车拆借业务布局阶段。华宏科技主营汽车拆解设备制造，属于汽车拆解行业的上游。

图表21. 2014 年我国汽车拆解企业前十名

排名	公司名称
1	广东省金属回收公司
2	深圳市报废汽车回收公司
3	山东通利报废机动车回收拆解有限公司
4	江苏苏州再生利用有限公司
5	宁波废旧汽车回收集团公司
6	合肥皖中报废汽车回收有限责任公司
7	安徽省华隆资源再生有限公司
8	福建省物供报废汽车回收拆解有限公司
9	沧州市物资再生利用总公司
10	山西省物资再生利用总公司

资料来源：华创证券整理

三、联手外资品牌，进军电商自动化仓储领域

（一）自动化仓储是仓储业发展的必然方向

- 仓库设备的发展经历了五个阶段。

- 第一阶段——人工阶段：物资的输送、存储、管理和控制主要靠人工实现，具有良好的实时性和直观性
- 第二阶段——初步的自动化阶段：传送带、工业输送车、机械手、吊车、堆垛机和升降机出现，仓库使用货架托盘和可移动货架存储物料，通过人工操作机械存取设备，用限位开关、螺旋机械制动和机械监视器等控制设备的运行。机械化提升了仓库的运转速度、精度，重复存取和搬运变得更加方便。然而各个设备的自动化独立应用，相互之间无法连成一个整体。
- 第三阶段——信息自动化仓储技术阶段：随着信息技术的发展，计算机之间、数据采集点之间、机械设备的控制器之间以及它们与主计算机之间的通信更加方便快捷。仓库计算机可以完整无误的记录订货和到货时间、库存量。管理人员随时掌握

货源及需求，可以方便地作出供货决策，仓库管控技术更加成熟。

- 第四阶段——集成自动化仓储技术阶段：整个系统的有机协作，使总体效益和生产的应变能力大大超过各部分独立效益的总和。集成化仓库技术作为计算机集成制造系统（CIMS-Computer Integrated Manufacturing System）中物资存储的中心受到人们的重视。1980年，由北京机械工业自动化研究所等单位研制建成的我国第一座自动化立体仓库在北京汽车制造厂投产。从此以后，立体仓库在我国得到了迅速的发展。
 - 第五阶段——智能自动化仓储技术。人工智能技术发展了自动化技术，人工智能技术发展了自动化技术向更高级的阶段——智能自动化方向发展。目前，智能自动化仓储技术还处于初级发展阶段，到二十世纪仓储技术的智能化将具有广阔的应用前景。
- 自动化仓储系统即是自动化设备集成化的产物，指不需要人工搬运，用计算机将信息管理和设备控制集成起来、实现自动识别、自动分拣、入库跟踪等功能作业的自动化智能仓库。自动化仓库的特点是可以将信息流和物流有机的结合起来，提高仓库运行效率。典型的自动化仓储系统由货架、自动分拣系统、出入库输送系统、自动控制系统和管理系统、辅助系统组成。

图表22. 自动化立体仓库效果图



资料来源：百度图片、华创证券

- 相比以人工干预为主的传统仓库，自动化仓储在人工成本、作业效率、库存周转率、库存调度等方面都有显著提高。此外自动化立体仓库采用多层存放货物的方式，高度最高可达 30 米以上，极大的提高了空间利用率，占地面积显著减少。
- 以一个拥有 6000 个库位的仓库为例，如果托盘尺寸为 800 毫米×1200 毫米，则普通的货架仓库高 5.5 米，需占地 3609 平方米，而 30 米高的高架仓库占地面积仅 399 平方米。据统计，自动化立体仓库相比传统平库平均可节省空间占地面积 70% 以上。
- 我们认为，自动化立体仓库有效地利用了垂直空间，提高单位面积存储量，降低了仓库的土地成本；通过机器换人的方式，将仓库作业机械化，减少了人工作业比例，极大地

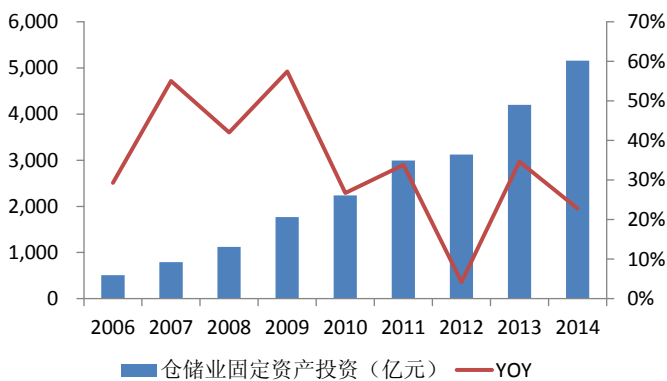
提高了仓库的管理水平，货物的出入库效率显著提升。

（二）自动化升级换代将是我国制造业长期发展趋势

➤ 仓储业广泛延伸到国民经济发展的各个环节，是制造业运行流转的重要枢纽。近年来我国仓储行业迅速发展，但整体水平较发达国家仍旧比较落后，行业增长空间极大。

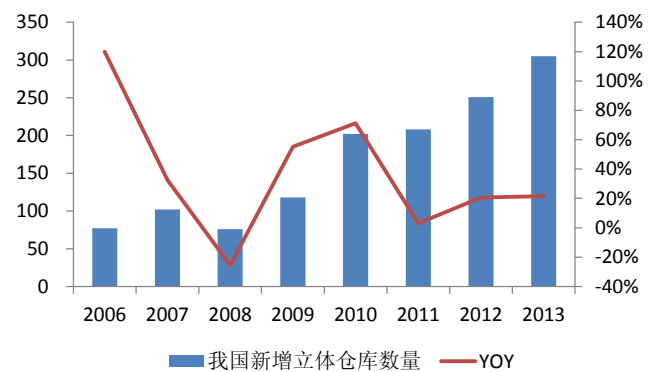
■ 仓储业固定资产投资规模迅速扩大。2000年至2014年间，我国仓储业固定资产投资规模从158亿元提升到5159亿元，年复合增速达到28%。每年新建自动化立体仓库从50座提升到300座。

图表23. 仓储业固定资产投资达到5159亿元



资料来源: wind、华创证券整理

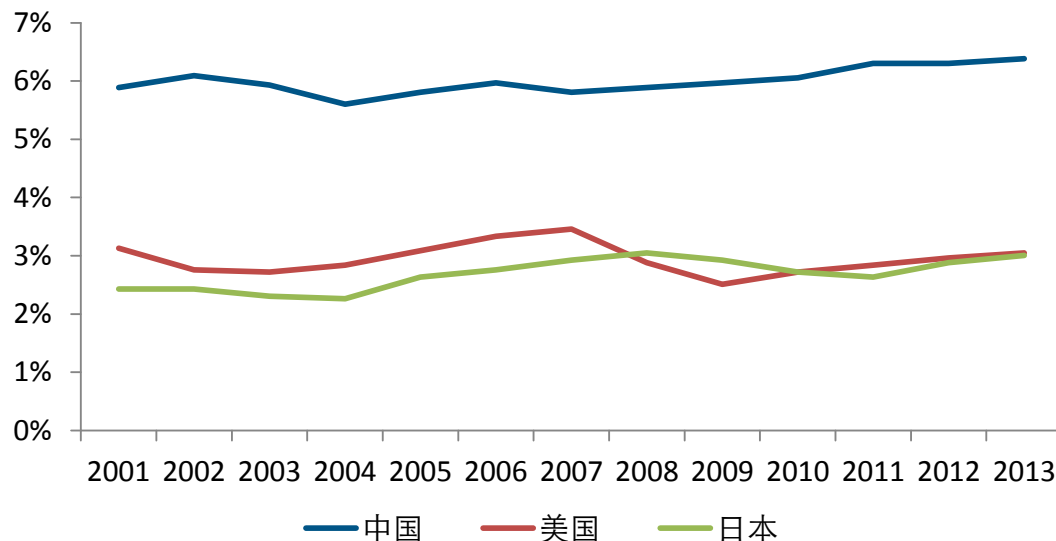
图表24. 我国年新增自动化立体仓库超过300座



资料来源: 中国物流技术协会、华创证券整理

■ 我国仓储管理水平落后，仓储业成本相对较高。以单位GDP中的仓储成本占比为例，美、日等发达国家单位GDP中仓储成本占比在3%左右，我国则处于6%的水平，仓储管理效率仍有很大优化空间。

图表25. 我国仓储成本在GDP中占比仍有提升空间



资料来源: wind、华创证券整理

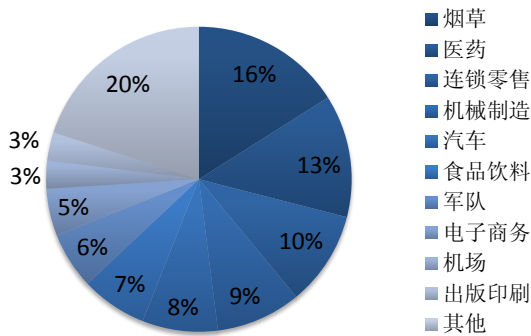
➤ 作为提升仓储管理效率的有效途径，自动化仓储可以广泛应用到制造业的各个领域中，在工业4.0浪潮的带动下，我国各行业仓储设备整体处在向自动化更新换代的过渡中，目前我国整体自动化水平仍旧较低，自动化更新换代的空间大。

■ 截至2013年，我国在役自动化立体仓库超过1200座，主要分布在烟草、医药、零

售连锁、机械、汽车、食品饮料、军事等领域。自动化仓库平均货位数达到 10000 个，仓库规模整体呈现大型化趋势。

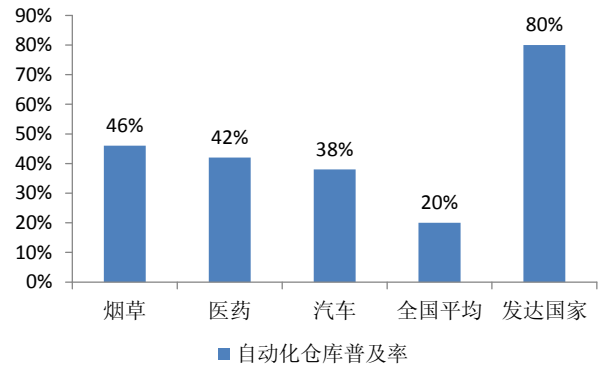
- 在自动化仓库的下游应用领域中，烟草、医药、汽车三大领域自动化仓库占比分别达到了 46%、42%、38%，为国内各行业中最高。全国各行业仓库自动化水平平均达到 20% 左右，相比之下，发达国家的自动化仓库普及水平已经达到 80%。

图表26. 自动化仓储主要应用领域分布



资料来源：中国物流技术协会、华创证券整理

图表27. 我国仓库自动化率有较大提升空间



资料来源：中国物流技术协会、华创证券整理

- 为促进仓储行业的发展，我国制定了多项政策促进仓储向自动化、信息化、智能化方向转型。
 - 2011 年，国务院联合发改委颁布《商贸物流发展专项规划》，提出提升立体仓库在仓库总面积中的占比，提升物流企业的机械化、自动化、标准化、信息化水平。
 - 2012 年，商务部出台《关于促进仓储业转型升级的指导意见》，明确规划到 2017 年，我国仓储业立库占比达到 40% 以上。
 - 2013 年，工信部和信息部发布《关于推进物流信息化的指导意见》，提出**充分发挥核心物流企业对行业资源的整合能力，提升物品拣选、传送、识别和储存设备的自动化水平**，提高各种交通运输工具和集装箱、托盘等集装单元化器具的智能化管理水平，优化供应链全程管理方式，**缩短物流响应时间，提高物品可得率和资金周转率，降低平均库存水平和物流总成本，提高客户满意率和供应链的整体竞争能力。**
 - 2014 年，在国务院发布的《物流业发展中长期规划》中，再次提出了到 2020 年，要将现代物流体系基本建立起来，物流标准化、信息化、智能化、集约化水平，经济整体运行效率将进一步提升。
- 仓储业自动化转型将是制造业转型升级的重要环节之一，仓储设备的自动化更新换代将成为我国经济发展的长期趋势。
 - 随着我国经济逐渐步入新常态，过去单纯依靠政府投资刺激需求拉动经济的粗放发展方式将逐步被淘汰，企业通过自动化升级降低成本、提高效率已经成为了我国经济发展不可逆的趋势。
 - 自动化设备要求高、行业增速快，资本实力雄厚、盈利能力强劲的行业有望率先实现仓库设备的自动化更新换代。包括军事、零售、服装、机场、印刷等在内的仓库设备更新换代将是行业未来发展的长期趋势。

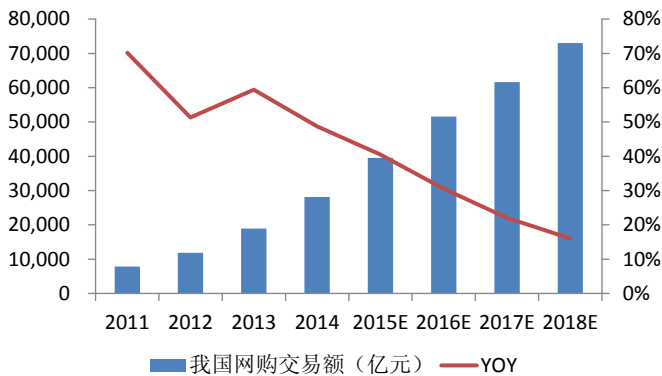
（三）电商自动化仓储设备短期爆发

1. 电商物流是自动化仓库设备的重要新兴市场。

与传统制造业不同的是，电商在近几年的爆发式增长，不仅极大的促进了传统仓库的更新换代，更加提出了大量新增自动化仓储设备需求。

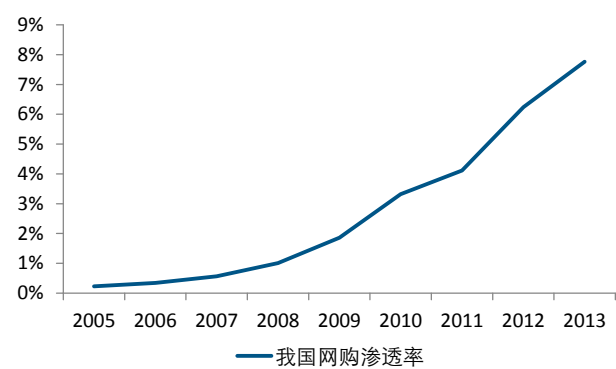
- **电商行业呈现爆发式增长。**据艾瑞网统计，2014 年我国网络购物规模已达 2.8 万亿元，年符合增长率保持在 50% 以上。网络购物占比全社会零售总额达到 10.7%，渗透率首次突破 10%。预计到 2018 年，我国网络购物交易额将达到 7.3 万亿元。

图表28. 我国网络购物交易额将达到 7.3 万亿元



资料来源：艾瑞咨询、华创证券整理

图表29. 我国网购渗透率超过 10%

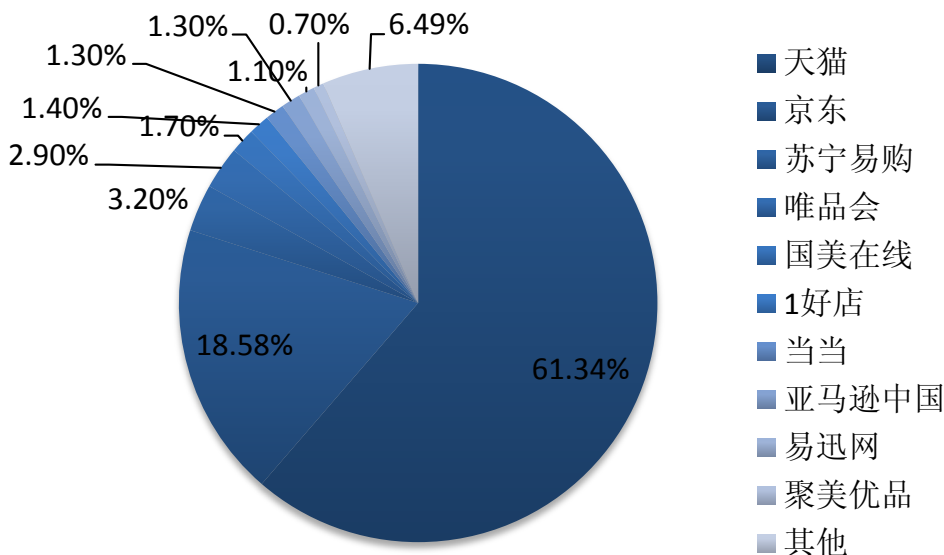


资料来源：中国互联网信息中心、国家统计局、华创证券

- **仓储式电商竞争的关键环节。**通过提升仓储自动化水平，商品周转效率得以提高，一方面缩短了发货时间，提升了客户体验；一方面降低每单的平均成本，提升网购物流的利润水平，是目前电商领域竞争的主要环节。

- **我国电商行业处于早期阶段，格局尚未稳定，行业的竞争仍旧非常激烈。**市场定位和模式竞争成为电商确立自身竞争力、抢占市场份额的主要手段。

图表30. 2014 年中国 B2C 购物网站交易规模市场份额



资料来源：艾瑞咨询、华创证券整理

- **自动化仓库可以帮助电商解决物流难题。**相比于其他物流环节，仓库作为货物流通的中转枢纽，对电商商品周转的影响重大。由于电商处理的是大众消费者的个性化需求，很难像传统零售渠道一样进行批量化的统一操作，而人工分拣则大大降低了

商品的分选速度，严重影响到货时间。因此，好的自动化仓库解决方案可以帮助电商有效解决物流难题，自动化仓库的布局和自动化水平对于电商竞争力的提升意义重大。

- **自动化仓库帮助电商缩减成本。**以国外成功电商为例。亚马逊、OTTO 在内的大型电商都通过不断的进行设备升级，提升仓储自动化水平，从而提高商品周转的效率。亚马逊更是将 Kiva systems 公司的机器人应用到自己的物流中心中。仓储机器人的使用，进一步提高了仓库的运行效率，可以使亚马逊普通订单的平均交付成本进一步降低 20%~40%，每年节约成本 10 亿美元。

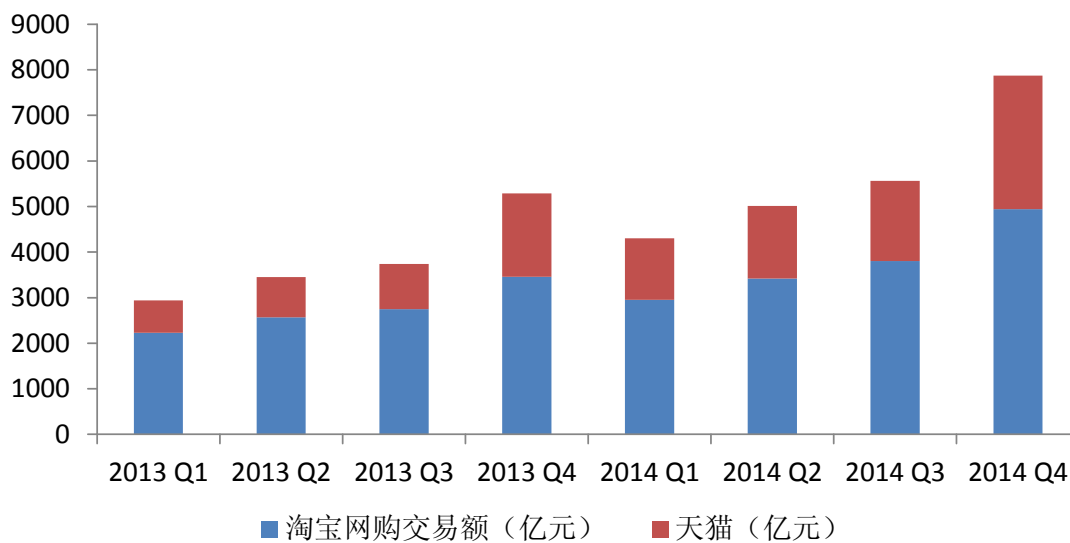
2. 各大电商物流网络布局战略出台

菜鸟网络在 2013 年宣布要投资 300 亿元建设全国智能物流网络，其中大部分将投入到自动化仓库网点的布局建设中。京东计划投资 200~300 亿元建设“亚洲一号”物流网络体系。此外，一号店、苏宁易购、腾讯电商、亚马逊中国等都纷纷宣告打造先进的智能物流网络。从电商投资规模角度，包括土地成本在内的自动化仓库建设投资有望达到千亿级别。我们预计，电商带动的自动化仓储设备投资规模未来几年有望达到 120 亿元。

➤ 菜鸟网络——投资 300 亿元打造中国智能物流网络

- 2014 年全年，淘宝和天猫商城网购成交额达到 2.27 万亿元人民币，相比 2013 年上涨 47.47%。截至 2015 年 5 月 31 日，阿里旗下淘宝、天猫、聚划算商城上共有超过 1000 万活跃的卖家，活跃买家人数更是超过 3.5 亿人。

图表31. 淘宝、天猫商城近两年网购成交额

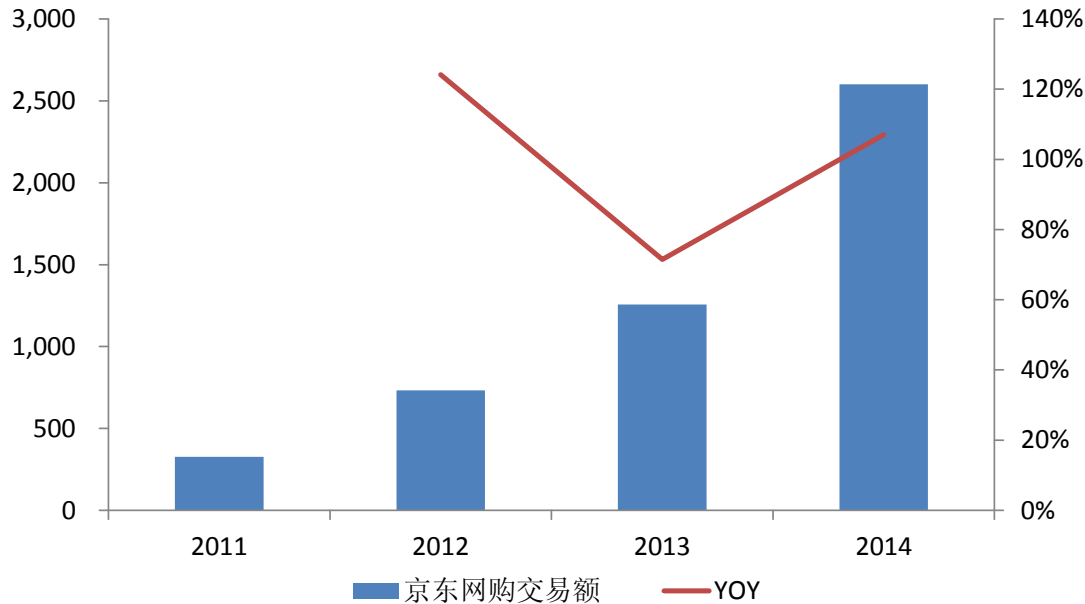


资料来源：阿里巴巴年报、华创证券整理

- 伴随着网购成交额的大幅上涨的是商品日处理量的大幅提升，阿里巴巴不断加大在货物流通领域的投资。早期淘宝网和天猫商城商品的配送模式主要是商家自行选择快递商寄送商品，合作的快递商包括申通、圆通、顺丰等等。随着电商在配送端服务水平和质量的不断提高，阿里巴巴开始寻求对物流端的掌控。
- 2013 年，阿里巴巴牵头三通一达、顺丰、银泰、复星、富春集团成立菜鸟物流，建设覆盖全国的智能物流网络。2014 年，菜鸟网络负责人表示，将耗资 300 亿元，用 5~8 年的时间，打造支撑日均 300 亿、年均 10 万亿零售额的物流网络。

➤ 京东商城——“亚洲一号”

- 相比于阿里系电商，京东在创立伊始就主攻线下物流网络建设，花费重资自建物流体系，依靠强大的渠道掌控力和快速优质的配送服务与各大电商品牌竞争。2014年，京东商城网购交易额达到 2602 亿元，同比上涨 107%，京东商城日均处理量达到 900 万件。

图表32. 京东网购成交额


资料来源：京东年报、华创证券整理

- 截至 2013 年底，京东在国内已建成六大运营中心，分布在成都、沈阳、北京、上海、广州、武汉，以及 7 个配送中心，82 个仓库，接近 130 万平方米的总建筑面积。
- 京东提出了“亚洲一号”计划，拟投资 200~300 亿元在全国范围内建设物流中心，预计在上海、北京、广州、沈阳、武汉、西安等地都将建设大型自动化物流枢纽中心。
 - ◆ 上海嘉定的首个“亚洲一号”项目于 2014 年 10 月开始投入使用。其中，一期中件商品仓库建筑面积 10 万平方米，分为立库、多层阁楼拣货区、生产作业区和出货分监区。“立体库区”库高 24 米，通过自动存取系统(AS/RS 系统)和一系列现代化设备，实现了补货、拣货、多重复核手段等一系列作业的去人工化，储物区每层楼只需要一个工作人员。
 - ◆ 据悉，京东上海“亚洲一号”的仓库管理系统、仓库控制系统、分拣和配送系统等整个信息系统均由京东自主开发，拥有自主知识产权。项目并不单独选定某一自动化设备供应商，而是由京东采购后自行集成，给国内自动化仓储设备制造商带来了非常好的机会。预计京东后续还将建设 6 个同等规模的“亚洲一号”仓库。

图表33. 京东上海嘉定“亚洲一号”外观



资料来源：百度图片、华创证券整理

（四）公司联手外资品牌，进军电商自动化仓储市场

1. 电商自动化仓储设备年需求量有望超过百亿

➤ 从订单处理量角度分析电商自动化仓储设备需求。

- 我们以 2014 年 11 月 11 日的数据为基础，对电商订单处理量进行粗略估算。2014 年 11 月 11 日，京东商城交易当日额 100 亿元，订单处理量 1400 万件，单个订单交易额在 714 元/单。考虑到双十一因促销原因消费者购买昂贵商品的意愿大幅提高，假设全年每单成交额在 500 元/单左右，未来五年维持这一水平。
- 假设 2018 年我国网络购物交易额达到 73000 亿元，对应日订单处理量达到 5714 万单。
- 假设一个日处理 1 万件的自动化立体仓库造价在 5000 万元，其中，设备造价占比 40%；
- 我们预测，2018 年我国电商领域自动化立体仓库设备市场空间有望达到 125 亿元。

图表34. 电商领域自动化仓储设备市场空间测算

年份	网购交易额 预测（亿元）	日处理量 （万单）	自动化仓库总 需求量（座）	自动化立体仓库新增 需求量（座）	自动化立体仓库设备 市场空间（亿元）
2014	28145.1	1542	1542	505	101
2015E	39550.0	2167	2167	625	125
2016E	51600.0	2827	2827	660	132
2017E	61590.0	3375	3375	547	109
2018E	73000.0	4000	4000	625	125

资料来源：华创证券整理

2. 公司联手外资品牌，进军电商自动化仓储市场

➤ 目前我国仓储设备制造行业呈现出充分竞争的状态，活跃在我国市场上的厂商包括外资品牌德马泰克、大福、瑞士格等世界一线物流仓储设备提供商，以及六维物流、东杰装备、太原刚玉、北起院、无锡中鼎等诸多国内品牌。

■ 根据 Modern Materials Handling 的全球物流系统供应商排名，Schaefer 2013 年实现营业额 26.5 亿元，连续八年排名行业第一，大福集团以 24.6 亿元的营业额紧随其后。中国市场上的活跃品牌德马泰克全球营业收入 1.5 亿元，排名第三。

图表35. 根据 Modern Material Handling 杂志评选的全球物流系统供应商 TOP10

2013 年排名	2012 年排名	公司	总部	2013 年全球营业收入 (Billion USD)	2012 年全球营业收入 (Billion USD)
1	1	胜斐迩	德国	2654	2570
2	2	大福株式会社	日本	2463	2370
3	3	德马泰克	卢森堡	1500	1300
4	4	村田机械	日本	960	1050
5	6	范德兰德工业	荷兰	956	785
6	5	Mecalux, S. A.	西班牙	952	952
7	7	伯曼集团	德国	864	722
8	11	法福集团	法国	721	617
9	8	瑞士格	瑞士	710	680
10	12	Knapp. AG	奥地利	601	490

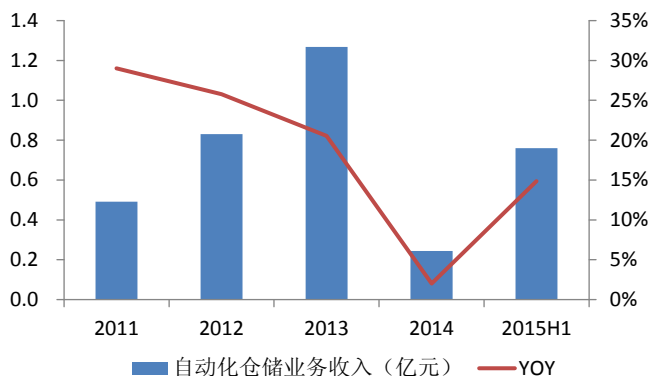
资料来源: Modern Material Handling、华创证券整理

■ 物流系统供应商的竞争力主要体现在工程团队、核心技术、成功案例、价格、售后服务等方面。外资厂商往往具备更好的工程师团队、掌握核心技术、同时在海内外拥有大量的成功案例，因此客户对质量的认可度更高，在大型、高端项目上占有优势。国内品牌则主攻性价比、售后服务，借助低价、和良好的服务水平、和本土厂商网络资源抢占市场，客户主要分布在制造业和垄断行业。

➤ 公司深耕自动化设备领域多年，联手外资优质品牌，进军电商自动化仓储物流。

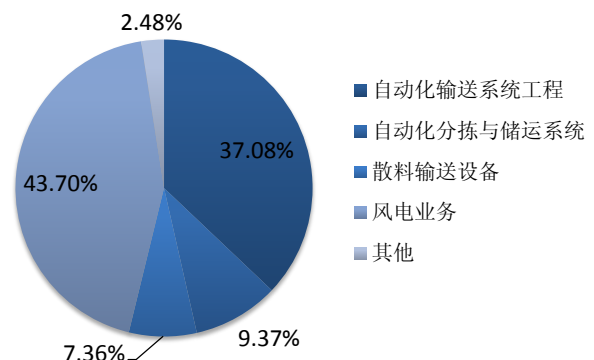
■ 公司开展自动化分解与仓储设备多年，由于工程业务主要受订单驱动影响，因此收入水平历年波动比较大。2012 年至 2015 年上半年，公司仓储系统工程业务收入分别为 0.83 亿、1.27 亿、0.24 亿和 0.76 亿元。业务毛利率同样呈现波动趋势。

图表36. 公司自动化仓储业务年收入



资料来源: wind、华创证券整理

图表37. 自动化仓储业务在最近一期收入占比



资料来源: wind、华创证券整理

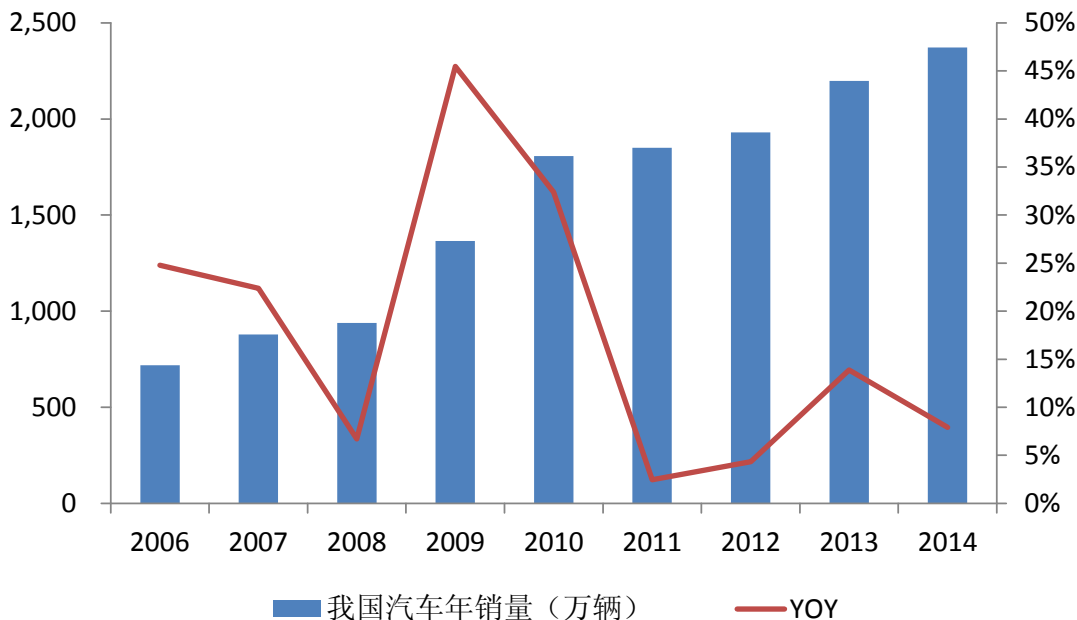
- 2014年6月16日，公司与Swisslog签订《战略合作协议》，开始双方在自动化物流系统项目、一站式工业流程解决方案、系统运营服务与培训服务方面的合作。Swisslog在自动化立体仓库、一体式解决方案方面具备技术和经验优势，之前曾与京东合作为其进行自动化立体仓库的设计。合作将整合Swisslog的技术优势和公司在中国的资源优势，标志着公司正式进军电商自动化仓库市场。
- 与深圳赤湾石油基地股份有限公司、中国中元国际工程有限公司签订战略合作协议。
 - 深基地公司位于珠江口，主营业务以是有后勤保障服务、海洋工程服务和物流后勤服务业务为主。其下属企业宝湾物流是一家自有核心仓储资产的全程物流服务商，在全国16个经济热点城市具备物流网点。
 - 中国中元国际工程有限公司是以中元国际设计院为核心，与中国机械工业电脑应用技术开发公司、机械工业规划研究院联合重组的集工程咨询、工程设计、工程总承包、项目管理、设备成套和技工贸为一体的工程公司。
 - 战略合作协议达成后，公司将为深基地在珠三角、长三角、环渤海、中西部等地区的物流基地项目提供物流装备，包括自动化仓储、分选、输送等设备和系统集成及售后服务。

四、汽车自动化物流业务稳定增长

1. 我国汽车销量逐年增长，汽车行业固定资产投资稳步上升。

- 目前我国汽车产业稳步发展。
 - 根据中国汽车工业协会数据，2014年我国汽车销量2349.19万辆，同比增长6.86%。其中，国产汽车超过2200万辆，进口汽车142万辆。

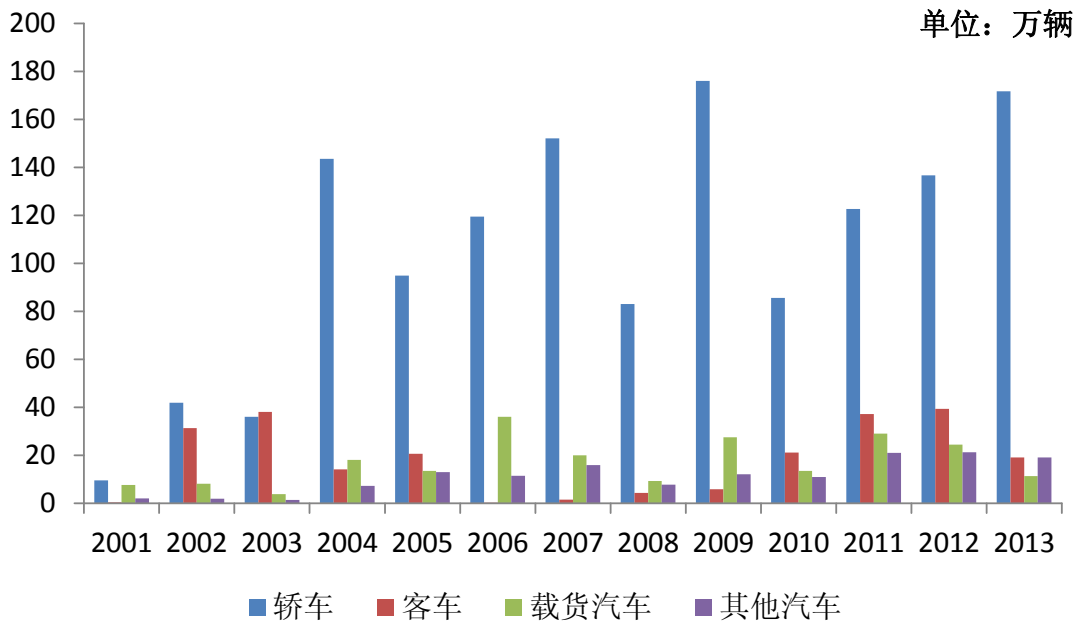
图表38. 我国汽车销量逐年增长



资料来源: wind、华创证券整理

- 在汽车年销量逐年上涨的带动下，每年全行业新增产能超过百万辆。由于生产线投资周期较长，年新增产能呈现较大的波动趋势。2013年，我国新增轿车产能172万辆/年，新增客车产能19万辆/年，新增载货车产能11万辆/年。

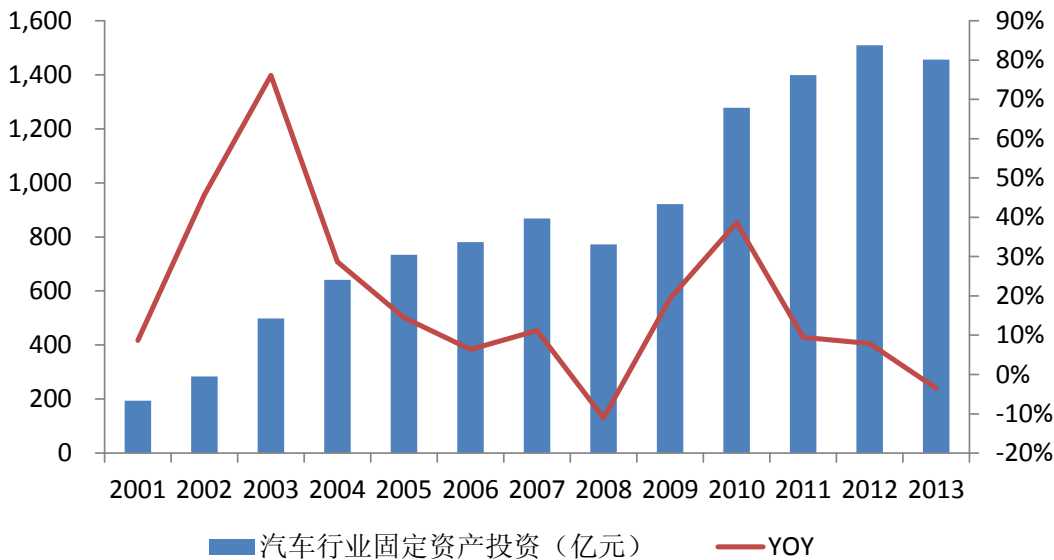
图表39. 各类型汽车年新增产能



资料来源: wind、华创证券整理

- **汽车行业固定资产投资稳步增长。**在新增产能、维修保养等需求的带动下，汽车行业固定资产投资额从2001年的194亿元增长到2013年的1456亿元，年复合增长率达到18.28%。

图表40. 汽车业固定资产投资成上涨趋势



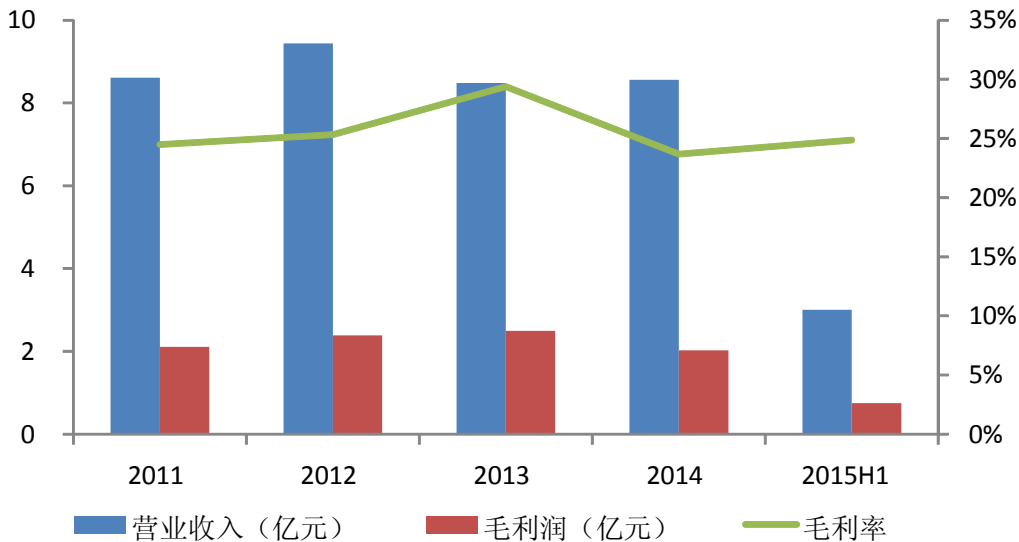
资料来源: wind、华创证券整理

2. 公司深耕汽车物流装备多年，客户优质，盈利能力稳定。

- 公司开展汽车物流自动化设备多年，产品主要包括：汽车总装物流自动化系统、汽车焊装物流自动化系统、车身储存物流自动化系统、汽车涂装物流自动化系统。

- **下游客户多是国内外优质汽车制造厂商。**公司客户包括一汽大众、一汽红旗、一汽解放、二汽神龙、上汽集团、广州本田、广州风神、长安铃木、长安福特、奇瑞汽车、吉利汽车等国内外知名汽车厂商。

- 2014 年，公司汽车自动化物流设备实现营业收入 8.56 亿，同比略微增长 1.96%，毛利率水平达到 23.68%。

图表41. 公司汽车自动化物流系统收入


资料来源: wind、华创证券

- **公司相比国外厂商更具性价比优势。**公司汽车自动化业务主要竞争对手为美国的 WEBB 公司、德国的 DURR 公司、日本的大福等。与国外企业相比，公司产品性价比更高，服务响应速度更快。因此，公司的产品在行业中有着较强的竞争力，能够拿到许多大单，积累了丰富的项目经验。
- **与西门子合作，开拓汽车制造设备维护市场。**2014 年 5 月，公司与西门子中国有限公司、德国西门子总部分别签订《战略合作意向书》，就关于将状态检测系统应用于汽车行业的数据驱动业务的战略合作事宜达成协议。此次合作目标在汽车制造装备领域研发设备检测、分析、维护等数据支持技术，公司将搭建数据平台的搭建、数据的采集、分析，提高客户设备可靠性，减少客户用于设备维护的投入。在工业 4.0 快速发展的趋势下，该业务的拓展改变目前汽车制造装备的维护保养模式，解决行业内设备维护的技术瓶颈与备件成本高的难题。
- **汽车自动化系统业务订单持续稳步增长。**
 - 2015 年年初至今，公司共获得新进订单总额 7.08 亿元。其中，国内订单 4.78 亿元，海外订单 2.3 亿元。海外订单总额同比快速增长。

图表42. 公司 2015 年至今收到订单情况

公布时间	预计兑现时间	合同内容	合同金额 (亿元)
2015/1/27	2015/12/31	郑州日产：中牟工厂新建总装车间和常州工厂新建总装车间主线体	1
2015/2/11	2016/9/1	浙江吉利控股：张家口、路桥二工厂总装输送线	0.2
2015/3/5	2016/8/31	长安福特：哈尔滨工厂总装生产线	0.98
2015/6/9	2016/10/30	上海机电研究院：南京依维柯汽车有限公司新油漆车间工程总承包项目	0.54
2015/7/13	2017/6/15	一汽集团青岛工厂：外部机械化及工位设备	1.46
2015/7/20	2017/7/1	一汽大众佛山分公司二期：车身、车门、仪表 EHB 线机械部分	0.6
2015/7/28	2016/12/1	法国雪铁龙米卢斯工厂总装项目	0.26 亿 EURO(折合 1.86 亿 RMB)
2015/8/28	2016/11/1	戴姆勒雷诺日产阿瓜斯卡连特斯涂装车间输送设备	0.44

资料来源: 公司公告、华创证券整理

- 考虑到公司 2014 年底尚未完成在手订单 6.6 亿元（包含自动化仓储、散料输送设备），公司目前在手订单金额超过 13 亿元。

图表43. 2015 年自动化设备收入有望超过 7.6 亿元。

截至 2014 年底未完成订单	新增订单		
	预计 2015 完成	预计 2016 完成	预计 2017 完成
订单金额 (亿元)	6.6	4.02	2.06

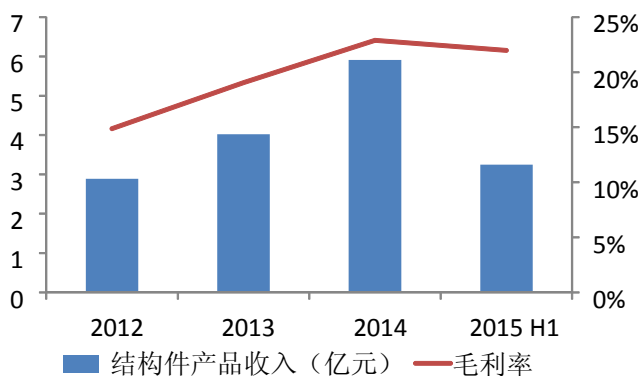
资料来源：公司公告、华创证券整理

五、业绩逐步兑现，风电业务扭亏为盈

2006 年，公司成立无锡天奇竹风科技，进入风电领域，从事风电叶片的研究。此后，公司又陆续成立无锡乘风新能源设备、无锡天奇精工科技开展叶片、机舱罩等风力发电设备、风电零部件的研发生产。目前，公司旗下共有江苏一汽铸造、无锡乘风新能源、无锡天奇精工、黑龙江天华风电设备、四川天奇永大机械制造 5 家子公司从事风电业务。

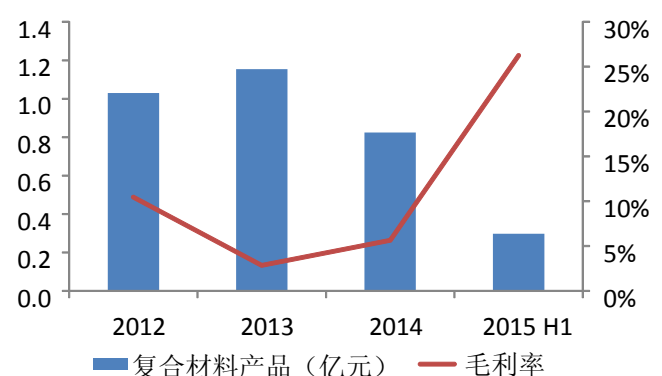
- 公司的风电业务主要两块：复合材料（叶片）和结构件（铸件和机加工）。
 - 公司结构件优势较大，在风电业务中所占比重较大。
 - 叶片业务的主要客户是上海电气（战略合作伙伴），同时公司也在开拓远景和西门子等客户。

图表44. 风电结构件产品历年收入



资料来源：公司公告，华创证券整理

图表45. 复合材料产品历年收入



资料来源：公司公告，华创证券整理

- 市场开拓完成，业绩扭亏为盈。
 - 公司从过去的市场开拓阶段逐步迈进业绩兑现阶段。去年主攻风电业务市场开拓，业绩亏损 667 万元。目前各种认证基本完成，公司已进入大厂商的供应体系。2015 年上半年，公司风电各子公司实现净利润合计 1742 万元，相比 2014 年扭亏为盈。预计下半年公司风电业务业绩有望进一步增长。

图表46. 各子公司上半年业绩情况

公司名称	主要业务	2015H1		2014	
		营业收入	净利润	营业收入	净利润
江苏一汽铸造股份有限公司	铸件加工；模具设计、制造、加工。	28050	2118	51960	965
无锡乘风新能源设备有限公司	玻璃钢风力发电叶片，机舱罩。	3292	-403	4131	-2602
无锡天奇精工科技有限公司	风电设备零部件的研发、销售。	6723	310	11012	965
黑龙江天华风电设备制造有限公司	玻璃钢叶片及机舱罩的生产和销售。	2946	-341	6795	-134
四川天奇永大机械制造有限公司	铸件加工。	1675	58	4540	139
合计		42686	1742	78438	-667

资料来源：公司公告，华创证券整理

六、盈利预测与估值分析

图表47. 公司分业务收入情况

单位：亿元		2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
自动化输送系统 工程	收入	8.62	9.44	8.48	8.56	9.41	10.35	11.39
	YOY		9.56%	-10.14%	0.89%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	6.51	7.05	5.99	6.53	7.06	7.77	8.54
	毛利率(%)	24.48%	25.33%	29.39%	23.68%	25.00%	25.00%	25.00%
仓储系统工程	收入	0.49	0.83	1.27	0.24	1.50	1.80	2.16
	YOY		68.78%	52.76%	-80.77%	515.37%	20.00%	20.00%
	成本	0.35	0.62	1.01	0.24	1.28	1.44	1.73
	毛利率(%)	29.01%	25.77%	20.53%	2.02%	14.87%	20.00%	20.00%
散料输送系统	收入	1.29	1.35	1.27	1.51	1.51	1.59	1.66
	YOY		4.17%	-5.76%	18.60%	0.19%	5.00%	5.00%
	成本	1.10	1.16	1.14	1.36	1.34	1.35	1.42
	毛利率(%)	14.89%	14.10%	10.35%	9.60%	11.22%	15.00%	15.00%
结构件产品	收入		2.89	4.02	5.91	6.50	7.15	7.87
	YOY			39.16%	46.96%	9.99%	10.00%	10.00%
	成本		2.46	3.25	4.56	5.01	5.36	5.90
	毛利率(%)		14.87%	19.06%	22.90%	23.00%	25.00%	25.00%
复合材料产品	收入		1.03	1.15	0.82	0.60	0.63	0.66
	YOY			12.05%	-28.58%	-27.20%	5.00%	5.00%
	成本		0.92	1.12	0.78	0.44	0.56	0.57
	毛利率(%)		10.47%	2.84%	5.65%	26.25%	11.58%	14.49%
汽车拆解	收入					1.50	2.25	3.38
	YOY					100.00%	50.00%	50.00%
	成本					1.05	1.58	2.36
	毛利率(%)					30.00%	30.00%	30.00%
其他	收入			0.88	0.56	0.50	0.50	0.50
	YOY					-10.71%	0.00%	0.00%
	成本			0.69	0.42	0.39	0.39	0.39
	毛利率(%)			21.49%	24.86%	23.00%	23.00%	23.00%

资料来源：华创证券整理

图表48. 公司利润表预测

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1781	2152	2427	2762
营业成本	1399	1656	1843	2090
营业税金及附加	9	10	9	9
营业费用	64	62	73	87
管理费用	197	229	262	299
财务费用	63	44	38	36
资产减值损失	16	13	12	14
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	9	10	10
营业利润	43	147	200	237

营业外收入	30	35	39	35
营业外支出	-25	9	11	-2
利润总额	98	173	228	273
所得税	5	26	34	41
净利润	93	147	194	232
少数股东损益	-3	-7	-8	-8
归属母公司净利润	96	154	201	240
EBITDA	239	293	350	396
EPS (摊薄)	0.30	0.48	0.63	0.75

资料来源：华创证券整理

我们预测公司 15、16、17 年营业收入分别为 21.52、24.27、27.62 亿元，净利润分别为 1.47、1.94、2.32 亿元，对应 EPS 0.48、0.63、0.75 元，对应 PE 分别为 34、26、22 倍，给予推荐评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2791	3060	3246	3478
现金	620	1056	1131	1381
应收账款	928	737	789	818
其它应收款	54	42	43	46
预付账款	73	84	81	79
存货	724	876	878	826
其他	392	265	323	327
非流动资产	1102	1032	992	952
长期投资	39	26	32	32
固定资产	615	639	619	592
无形资产	224	222	213	209
其他	225	145	127	120
资产总计	3893	4092	4238	4430
流动负债	2215	2247	2247	2236
短期借款	930	950	931	937
应付账款	574	503	518	532
其他	711	795	797	768
非流动负债	80	121	85	68
长期借款	19	5	-12	-23
其他	61	115	97	91
负债合计	2295	2368	2332	2304
少数股东权益	172	165	158	150
股本	321	321	321	321
资本公积金	630	630	630	630
留存收益	470	608	798	1026
归属母公司股东权益	1421	1559	1749	1977
负债和股东权益	3893	4092	4238	4430

现金流量表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	193	465	209	344
净利润	93	154	201	240
折旧摊销	95	76	84	87
财务费用	63	44	38	36
投资损失	-10	-9	-10	-10
营运资金变动	-100	201	-90	-3
其它	52	-2	-14	-7
投资活动现金流	-197	-5	-30	-41
资本支出	-168	-30	-18	-34
长期投资	12	13	-7	0
其他	-42	12	-5	-7
筹资活动现金流	-77	-23	-103	-52
短期借款	17	20	-19	6
长期借款	-4	-14	-17	-12
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他	-90	-29	-67	-46
现金净增加额	-81	436	76	250

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1781	2152	2427	2762
营业成本	1399	1656	1843	2090
营业税金及附加	9	10	9	9
营业费用	64	62	73	87
管理费用	197	229	262	299
财务费用	63	44	38	36
资产减值损失	16	13	12	14
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	9	10	10
营业利润	43	147	200	237
营业外收入	30	35	39	35
营业外支出	-25	9	11	-2
利润总额	98	173	228	273
所得税	5	26	34	41
净利润	93	147	194	232
少数股东损益	-3	-7	-8	-8
归属母公司净利润	96	154	201	240
EBITDA	239	293	350	396
EPS 摊薄 (元)	0.30	0.48	0.63	0.75

主要财务比率

	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	2.0%	20.8%	12.8%	13.8%
营业利润	-12.2%	242.2%	35.7%	18.4%
归属母公司净利润	123.9%	61.4%	30.3%	19.3%
获利能力				
毛利率	21.5%	23.1%	24.0%	24.3%
净利率	5.2%	6.9%	8.0%	8.4%
ROE	6.2%	9.3%	11.1%	11.9%
ROIC	5.7%	7.2%	8.4%	9.0%
偿债能力				
资产负债率	59.0%	57.9%	55.0%	52.0%
净负债比率	42.16%	40.99%	40.31%	40.44%
流动比率	1.26	1.36	1.44	1.56
速动比率	0.93	0.97	1.05	1.19
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.54	0.58	0.64
应收帐款周转率	2.19	2.58	3.18	3.44
应付帐款周转率	2.66	3.08	3.61	3.98
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.48	0.63	0.75
每股经营现金	0.60	1.45	0.65	1.07
每股净资产	4.43	4.86	5.45	6.16
估值比率				
P/E	55.29	34.26	26.28	22.03
P/B	3.72	3.39	3.03	2.68
EV/EBITDA	2.17	18.38	15.06	12.62